

九洲药业 (603456)

2023 中报点评: CDMO 维持高增速, 丰富订单支撑长期成长

买入 (维持)

2023 年 08 月 14 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,445	7,085	8,893	11,081
同比	34%	30%	26%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	921	1,250	1,619	2,042
同比	45%	36%	29%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.02	1.39	1.80	2.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.50	20.26	15.65	12.41

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司 2023 年上半年实现营业收入 32.55 亿元 (+10.2%, 括号内为同比数据, 下同), 归母净利润 6.22 亿元 (+32.8%), 扣非归母净利润 6.13 亿元 (+30.8%), 经营性现金流净额 7.19 亿元 (+28.7%); 业绩符合预期。
- **CDMO 维持高增速, 盈利能力不断加强:** 公司 2023 上半年 CDMO 业务实现收入 24.82 亿元 (+25.9%), 毛利率 40.96% (+0.95pct); 原料药收入 6.93 亿元 (-10.9%), 毛利率 32.12%(+2.43pct), 随着成本端下降, 盈利能力恢复明显。公司 2023 上半年毛利率同比增加 3.27pct 至 38.4%, 随着 CDMO 商业化订单的放量, 和原材料降价, 毛利率不断提升。期间费用率总体保持稳定, 2023 上半年期间费用率 13.75% (-0.2pct)。综合来看, 公司 2022 净利率提升 3.3pct 至 19.1%, 盈利能力不断加强。
- **CDMO 项目维持高增长, 支撑长期高增速:** 公司 CDMO 订单丰富, 已递交 NDA 的新药项目数明显增加, 2023 上半年公司承接项目 934 个 (+26.2%), 其中上市项目 29 个 (+26%), III 期项目 66 个 (+20%), 项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域; 上半年成功通过 1 个 NDA 新药项目上市前现场核查。丰富的项目管线是公司 CDMO 业务长期高增速的基石。
- **产能是 CDMO 企业的核心之一, 产能释放节奏优秀:** 1) 台州瑞博 I 期 1700 立方米新基地完成生产车间主体建设, 开始设备安装; 2) 苏州瑞博已经完成中试车间的主体建设, 2023 下半年开始生产, 且多个产品转移验证生产正在进行中; 3) 美国瑞博已开展中试车间二期安装设计工作。此外, 公司继续加速对外并购, 2023 上半年完成对瑞华中山 100% 股权的交割工作, 为公司未来制剂 CDMO 业务发展打好基础。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 12.5/16.2/20.4 亿元的预测, 2023-2025 年对应 PE 估值分别为 20/16/12X; 考虑到公司 CDMO 业绩持续释放, 并受益于与诺华、Teva 等大药企的深入合作, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期, 产品导入不及预期, 汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.16
一年最低/最高价	24.67/48.16
市净率(倍)	3.15
流通 A 股市值(百万元)	25,265.65
总市值(百万元)	25,329.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.93
资产负债率(% ,LF)	28.48
总股本(百万股)	899.49
流通 A 股(百万股)	897.22

相关研究

《九洲药业(603456): 2022 年报及 2023 一季报点评: 业绩符合预期, CDMO 订单丰富, 产能释放顺利》

2023-04-29

《九洲药业(603456): 2022 三季报点评: 业绩逐季度加速, CDMO 产能加速支撑长期成长》

2022-10-25

九洲药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,993	5,933	8,414	11,351	营业总收入	5,445	7,085	8,893	11,081
货币资金及交易性金融资产	1,095	1,443	3,130	4,898	营业成本(含金融类)	3,558	4,584	5,736	7,147
经营性应收款项	815	1,514	1,718	2,055	税金及附加	36	57	63	80
存货	2,021	2,897	3,482	4,306	销售费用	58	90	105	129
合同资产	0	0	0	0	管理费用	429	567	711	886
其他流动资产	62	79	84	92	研发费用	287	376	445	521
非流动资产	3,920	3,834	3,710	3,518	财务费用	(86)	(4)	(5)	(22)
长期股权投资	63	73	83	93	加:其他收益	36	68	70	89
固定资产及使用权资产	2,305	2,426	2,384	2,241	投资净收益	2	14	52	30
在建工程	839	562	377	252	公允价值变动	(35)	0	0	0
无形资产	454	513	606	670	减值损失	(54)	5	(15)	(10)
商誉	111	111	111	111	资产处置收益	(5)	(9)	(12)	(13)
长期待摊费用	6	7	8	9	营业利润	1,108	1,494	1,933	2,435
其他非流动资产	141	141	141	141	营业外净收支	(4)	(6)	(6)	(6)
资产总计	7,913	9,767	12,124	14,869	利润总额	1,104	1,487	1,927	2,430
流动负债	2,214	2,768	3,477	4,201	减:所得税	183	238	308	389
短期借款及一年内到期的非流动负债	257	257	257	257	净利润	921	1,249	1,619	2,041
经营性应付款项	1,245	1,582	2,026	2,497	减:少数股东损益	0	(1)	0	(1)
合同负债	83	85	115	147	归属母公司净利润	921	1,250	1,619	2,042
其他流动负债	629	845	1,079	1,299	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	1.39	1.80	2.27
非流动负债	328	378	408	388	EBIT	1,061	1,412	1,834	2,317
长期借款	84	134	164	144	EBITDA	1,411	1,997	2,474	3,006
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.66	35.30	35.50	35.50
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	16.91	17.65	18.20	18.43
其他非流动负债	233	233	233	233	收入增长率(%)	34.01	30.12	25.51	24.61
负债合计	2,542	3,146	3,884	4,589	归母净利润增长率(%)	45.28	35.75	29.49	26.12
归属母公司股东权益	5,297	6,547	8,166	10,207					
少数股东权益	75	74	74	73					
所有者权益合计	5,371	6,621	8,239	10,280					
负债和股东权益	7,913	9,767	12,124	14,869					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,226	800	2,167	2,292	每股净资产(元)	6.35	7.85	9.79	12.24
投资活动现金流	(738)	(501)	(505)	(500)	最新发行在外股份(百万股)	899	899	899	899
筹资活动现金流	(609)	43	21	(30)	ROIC(%)	16.07	18.61	19.63	20.11
现金净增加额	(64)	342	1,683	1,762	ROE-摊薄(%)	17.39	19.10	19.83	20.00
折旧和摊销	350	585	641	689	资产负债率(%)	32.12	32.21	32.04	30.86
资本开支	(705)	(499)	(540)	(514)	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.50	20.26	15.65	12.41
营运资本变动	(108)	(1,237)	(313)	(658)	P/B (现价)	4.44	3.59	2.88	2.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>